隆基股份（601012）业绩预告

四季度业绩略受减值影响，全产业链龙头强者恒强

买入（维持）

2021 年 01 月 28 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	32,897	54,214	92,774	115,109
同比（%）	49.6%	64.8%	71.1%	24.1%
归母净利润（百万元）	5280	8548	12305	15212
同比（%）	106.4%	61.9%	43.9%	23.6%
每股收益（元/股）	1.40	2.27	3.26	4.03
P/E（倍）	80.91	49.97	34.71	28.08

投资要点

- **公司 2020 年业绩预增 55.3%~62.9%，符合预期：**公司实现归母净利润 82~86 亿元，同比增长 55.3%~62.9%，扣非归母 77.8~81.8 亿元，同比增长 52.7%~60.6%，其中 Q4 实现归母净利润 18.44~22.44 亿元，环比-17.7%~0%，同比+2.73%~25.01%。20Q4 中值来看，营收 206.68 亿元，同增 102.5%，归母中值 20.44 亿元，同增 13.9%，环比-8.75%。四季度公司非经营性损失较大，对业绩有部分影响。
- **硅片龙头地位稳固，盈利突出：**1）公司全年硅片出货约 59GW（105 亿片），同比增长 62.1%，测算市占率在 45%（考虑 20 年交流侧装机 140GW，超配系数 1.1，单晶占比 85%），同比提升 5pct，预计 21 年出货量将同比增长 60%+至 95GW+，测算市占率在 50%（考虑 21 年交流侧装机 180GW，超配系数 1.1，单晶占比 96%），同比持续提升 5pct；2）公司 166 硅片尺寸快速提升，Q1 占比仅 10%，Q4 提至 40%+；3）公司 Q4 毛利率在 30%+，全年 33%左右，盈利能力突出。4）21 年 1-2 月电池、组件降价背景下，隆基各尺寸报价维持原价，盈利能力持续超预期，测算当前时点硅片毛利率仍维持约 25-30%。
- **组件 20 年跃升为龙一，21 年龙头地位强化：**公司 20 年全年组件出货量 22GW+，同比增长 160%+，海外占比约 40-60%，其中四季度预计外销 9GW+，毛利率 15%+。公司 20 年首登全球光伏组件第一，测算市占率在 15%（考虑 20 年交流侧装机 140GW，超配系数 1.1），同比提升 8pct，21 年龙头地位持续强化，预计 21 年 Q1 组件出货 9GW+，同比增长 300%+，约为行业第二名出货规划的 1.6 倍，21 年全年组件出货 45GW+，测算市占率 23%（考虑 21 年交流侧装机 180GW，超配系数 1.1），同比再提升 8pct，龙头地位持续强化。
- **公司组件结构亮眼：**1）美国占比高：公司组件在美国有布局，20 年中收购越南光伏 7GW 产能剑指美国市场，21 年预计出货翻倍不止。受制于关税因素，美国市场需非中国产能出货，故美国组件单价/盈利能力远高于其他市场，公司美国组件出货高增长，带来结构性优势；2）双玻先驱：公司四季度双玻占比 40-50%，远超 35%的行业平均水平，预计 21 年 Q1 占比 50%+。公司组件结构亮眼，预计 21 年组件环节盈利能力大概率超市场预期。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 20-22 年业绩 85.48、123.05、152.12 亿元，同比+61.9%、+43.9%，+23.6%，给予目标价 147 元，对应 21 年 45X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 陈瑶
执业证号：S0600520070006
15111833381
chenyao@dwzq.com.cn
研究助理 黄钰豪
huangyh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	113.24
一年最低/最高价	21.56/125.00
市净率(倍)	12.90
流通 A 股市值(百万元)	427105.42

基础数据

每股净资产(元)	8.78
资产负债率(%)	58.22
总股本(百万股)	3771.77
流通 A 股(百万股)	3771.68

相关研究

1、《隆基股份（601012）三季报点评：现金流及预收款亮眼，单晶龙头强者恒强》2020-11-01

2、《隆基股份（601012）半年报点评：中报大超预期，盈利能力卓越，尽显龙头风范》2020-08-28

3、《隆基股份（601012）：业绩与现金流均表现亮眼，单晶龙头尽显优势》2020-04-23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

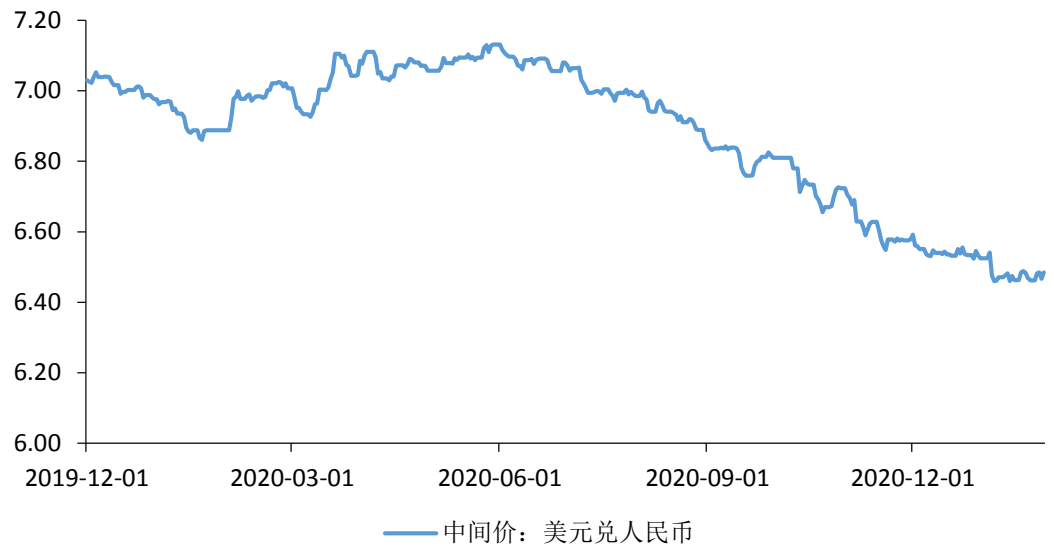
公司 2020 年业绩预增 55.3%~62.9%，符合预期：公司实现归母净利润 82~86 亿元，同比增长 55.3%~62.9%，扣非归母 77.8~81.8 亿元，同比增长 52.7%~60.6%，其中 Q4 实现归母净利润 18.44~22.44 亿元，环比-17.7%~0%，同比+2.73%~25.01%。20Q4 中值来看，营收 206.68 亿元，同增 102.5%，归母中值 20.44 亿元，同增 13.9%，环比-8.75%。四季度公司非经营性损失较大，对业绩有部分影响。

图 1：隆基股份分季度业绩摘要与预算

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4中值	20Q4E	2020E	2020E中值
营收（亿元）	57.10	84.01	85.82	102.04	85.99	115.42	136.91	206.68	186.68~226.68	525.00~565.00	545.00
同比(%)	64.6%	28.6%	83.8%	39.5%	50.6%	37.4%	59.5%	102.5%	82.95%~122.15%	59.59%~71.75%	66%
归母净利润（亿元）	6.11	13.98	14.75	17.95	18.64	22.52	22.40	20.44	18.44~22.44	82.00~86.00	84.00
同比(%)	12.5%	83.1%	283.9%	107.1%	205.1%	61.1%	51.9%	13.9%	2.73%~25.01%	55.3%~62.9%	59.1%
扣非归母净利润（亿元）	5.96	14.00	14.14	16.83	17.61	21.33	21.20	19.66	17.66~21.66	77.80~81.80	79.80
同比(%)	17.8%	87.1%	322.5%	123.1%	195.5%	52.4%	49.9%	16.8%	24.89%~53.18%	52.7%~60.6%	56.7%
归母净利润/营收	10.7%	16.6%	17.2%	17.6%	21.7%	19.5%	16.4%	9.9%	8.92%~10.86%	15.05%~15.78%	15.4%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：人民币不断升值



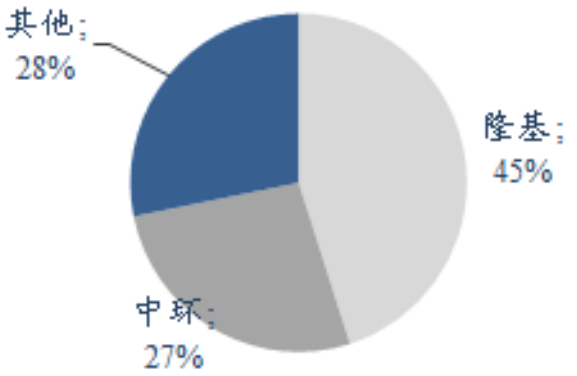
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

硅片龙头地位稳固，盈利突出：1）公司全年硅片出货约 59GW（105 亿片），同比增长 62.1%，测算市占率在 45%（考虑 20 年交流侧装机 140GW，超配系数 1.1，单晶占比 85%），同比提升 5pct，预计 21 年出货量将同比增长 60%+至 95GW+，测算市占率在 50%（考虑 21 年交流侧装机 180GW，超配系数 1.1，单晶占比 96%），同比持续提升 5pct；2）公司 166 硅片尺寸快速提升，Q1 占比仅 10%，Q4 提至 40%+；3）公司 Q4 毛利率在 30%+，全年 33%左右，盈利能力突出。4）21 年 1-2 月电池、组件降价背景下，隆基各尺寸报价维持原价，盈利能力持续超预期，测算当前时点硅片毛利率仍维持约 25-30%。

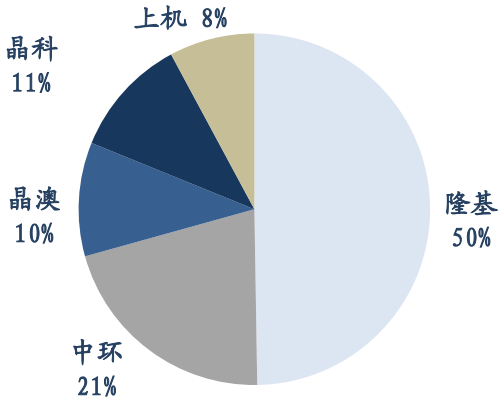
图 3：2020 年硅片竞争格局

图 4：2021 年硅片竞争格局

请务必阅读正文之后的免责声明部分

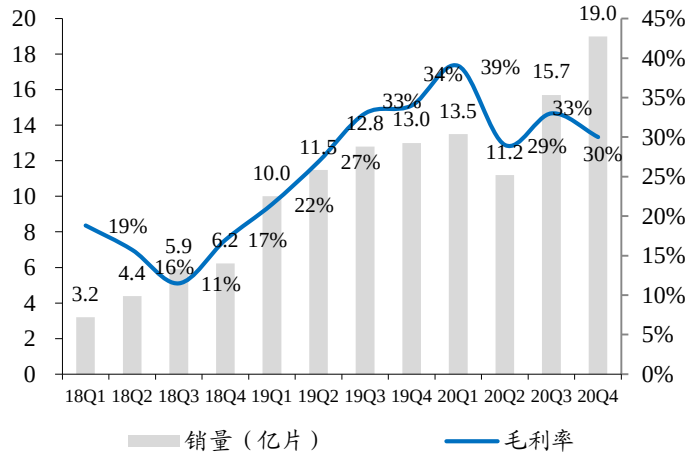


数据来源：公司公告，东吴证券研究所



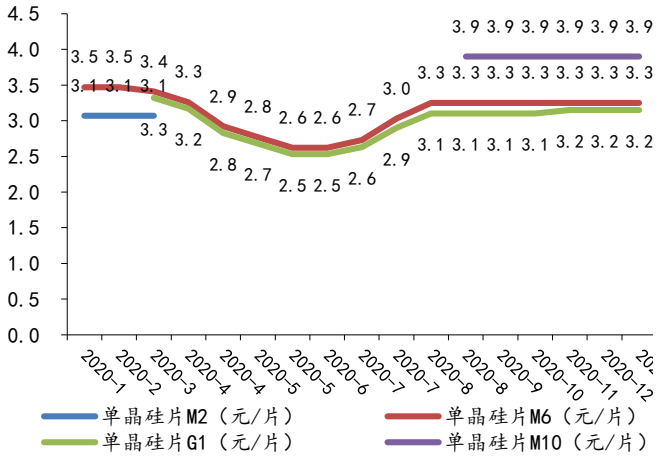
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：公司分季度硅片销量及毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

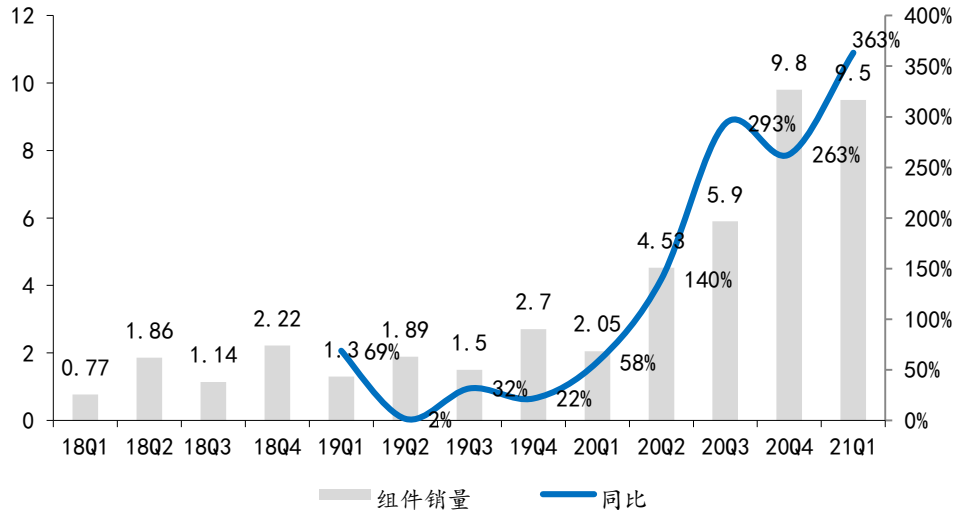
图 6：隆基单晶硅片价格（元/片）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

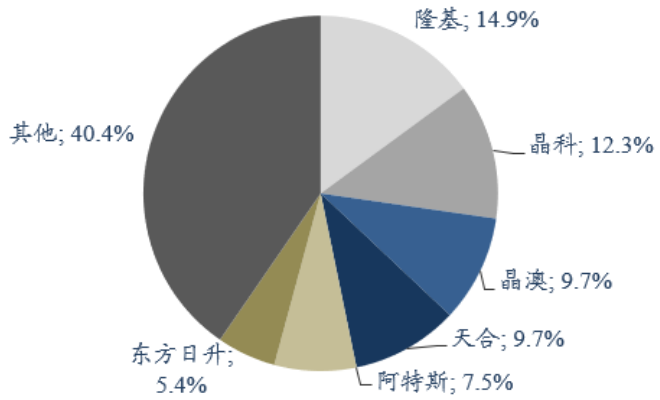
组件 20 年跃升为龙一，21 年龙头地位强化：公司 20 年全年组件出货量 22GW+，同比增长 160%+，海外占比约 40-60%，其中四季度预计外销 9GW+，毛利率 15%+。公司 20 年首登全球光伏组件第一，测算市占率在 15%（考虑 20 年交流侧装机 140GW，超配系数 1.1），同比提升 8pct，21 年龙头地位持续强化，预计 21 年 Q1 组件出货 9GW+，同比增长 300%+，约为行业第二名出货规划的 1.6 倍，21 年全年组件出货 45GW+，测算市占率 23%（考虑 21 年交流侧装机 180GW，超配系数 1.1），同比再提升 8pct，龙头地位持续强化。

图 7：20 年全年组件销量 23.9GW，同比增长 168.5%



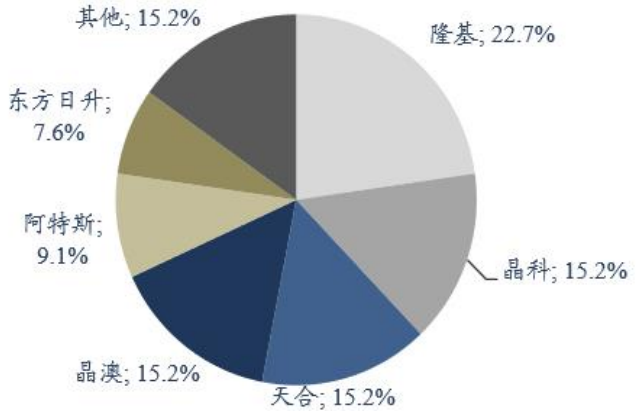
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：2020 年组件竞争格局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

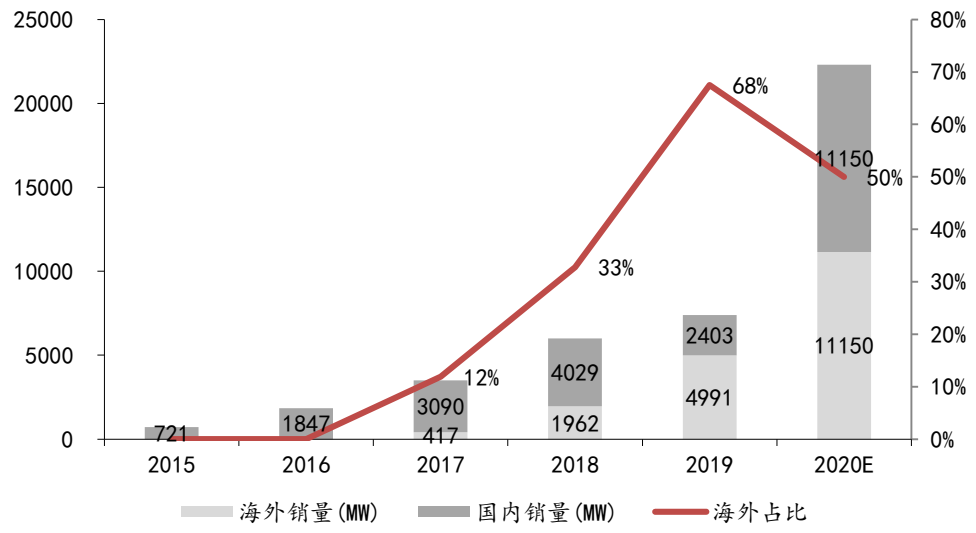
图 9：2021 年组件竞争格局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司组件结构亮眼：1）美国占比高：公司组件在美国有布局，20 年中收购越南光伏 7GW 产能剑指美国市场，21 年预计出货翻倍不止。受制于关税因素，美国市场需非中国产能出货，故美国组件单价/盈利能力远高于其他市场，公司美国组件出货高增长，带来结构性优势；2）双玻先驱：公司四季度双玻占比 40-50%，远超 35%的行业平均水平，预计 21 年 Q1 占比 50%+。公司组件结构亮眼，预计 21 年组件环节盈利能力大概率超市场预期。

图 10：20 年组件海内外出口结构（GW）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：美国组件价格显著较高（20210128）

27-Jan-21

各区域组件 (W)						
275-280 / 330-335W 多晶组件 - 欧洲 (USD)	0.185	0.168	0.174	--	--	
275-280 / 330-335W 多晶组件 - 印度 (USD)	0.245	0.208	0.216	--	--	
275-280 / 330-335W 多晶组件 - 澳洲 (USD)	0.185	0.168	0.174	--	--	
355-365 / 425-435W 单晶PERC组件 - 美国 (USD)	0.340	0.320	0.333	--	--	
355-365 / 425-435W 单晶PERC组件 - 欧洲 (USD)	0.233	0.200	0.213	--	--	
355-365 / 425-435W 单晶PERC组件 - 澳洲 (USD)	0.233	0.200	0.213	--	--	

数据来源：PV infolink，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年业绩 85.48、123.05、152.12 亿元，同比+61.9%、+43.9%，+23.6%，给予目标价 147 元，对应 21 年 45X，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

隆基股份三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**37366.5**	**63507.8**	**109133.6**	**143937.7**
现金	19335.8	29253.5	46409.3	61044.5
应收款项	8633.7	17823.7	33042.9	44151.2
存货	6356.1	11140.5	21358.2	28049.2
其他	3040.9	5290.1	8323.3	10692.7
非流动资产	**21937.4**	**25232.9**	**27455.4**	**29266.2**
长期股权投资	1074.2	1415.2	1756.2	2097.2
固定资产	18349.3	21311.9	23201.6	24679.5
无形资产	245.2	237.0	228.8	220.6
其他	2268.8	2268.8	2268.8	2268.8
资产总计	**59304.0**	**88740.7**	**136589.1**	**173203.8**
流动负债	**24619.8**	**41245.9**	**74943.7**	**94643.0**
短期借款	2425.9	3000.0	3600.0	4320.0
应付账款	13713.9	27294.1	49835.8	62473.3
其他	8480.1	10951.8	21507.9	27849.7
非流动负债	**6389.3**	**11289.3**	**14052.5**	**16890.1**
长期借款	2508.6	3508.6	4508.6	5508.6
其他	3880.7	7780.7	9543.9	11381.6
负债总计	**31009.2**	**52535.2**	**88996.3**	**111533.2**
少数股东权益	666.0	1054.5	1613.7	2305.1
归属母公司股东权益	27628.8	35151.0	45979.1	59365.6
负债和股东权益总计	**59304.0**	**88740.7**	**136589.1**	**173203.8**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	8158.2	12011.9	21328.2	19148.5
投资活动现金流	-2752.9	-5642.5	-5295.9	-5407.9
筹资活动现金流	4560.0	3548.4	1123.4	894.6
现金净增加额	9895.2	9917.8	17155.8	14635.2
折旧和摊销	1353.8	1909.6	2473.3	2997.1
资本开支	-5908.0	-5301.5	-4954.9	-5066.9
营运资本变动	6421.3	165.9	5391.0	-351.9
企业自由现金流	9035.3	5931.8	15541.2	12817.0

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**32897.5**	**54213.7**	**92774.3**	**115108.6**
营业成本	23389.4	40662.7	74245.1	93072.5
营业税金及附加	178.4	325.3	556.6	575.5
营业费用	1329.7	1626.4	1855.5	2072.0
管理费用	986.7	1526.2	2327.5	2655.7
财务费用	249.6	206.9	260.7	245.5
投资净收益	240.0	1000.0	1200.0	1700.0
其他	-705.7	-666.5	-35.2	-16.3
营业利润	**6297.8**	**10199.8**	**14693.5**	**18171.1**
营业外净收支	-50.9	25.0	25.0	25.0
利润总额	**6246.9**	**10224.8**	**14718.5**	**18196.1**
所得税费用	689.8	1227.0	1766.2	2183.5
少数股东损益	277.6	449.9	647.6	800.6
归属母公司净利润	**5279.6**	**8547.9**	**12304.7**	**15211.9**
EBIT	7207.3	10406.6	14354.3	17316.6
EBITDA	8561.1	12316.2	16827.6	20313.8

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.40	2.27	3.26	4.03
每股净资产(元)	7.32	9.32	12.19	15.74
发行在外股份(百万股)	3772.0	3771.8	3771.8	3771.8
ROIC(%)	22.0%	30.0%	48.6%	57.2%
ROE(%)	19.1%	24.3%	26.8%	25.6%
毛利率(%)	28.9%	25.0%	20.0%	19.1%
EBIT Margin(%)	21.9%	19.2%	15.5%	15.0%
销售净利率(%)	16.0%	15.8%	13.3%	13.2%
资产负债率(%)	52.3%	59.2%	65.2%	64.4%
收入增长率(%)	49.6%	64.8%	71.1%	24.1%
净利润增长率(%)	106.4%	61.9%	43.9%	23.6%
P/E	80.91	49.97	34.71	28.08
P/B	15.46	12.15	9.29	7.19
EV/EBITDA	53.52	38.95	30.67	26.52

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn